

Title	飯島高雄君学位授与報告
Sub Title	
Author	
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2006
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.99, No.2 (2006. 7) ,p.339(169)- 346(176)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	学位授与報告
Genre	
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20060701-0169

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

飯島高雄君学位授与報告

報告番号 甲第 2521 号

学位の種類 博士 (経済学)

授与の年月日 平成 18 年 1 月 26 日

学位論文題名 「韓国の企業システム」

内容の要旨

(問題意識および目的)

本書の基本的目的は、「財閥」を中心とする韓国の企業システムを、主としてコーポレート・ファイナンス/ガバナンス (corporate finance and governance) の側面から考察することにある。具体的には、「財閥」が経済発展過程で経済合理性をもって形成された歴史的要因、「財閥」が経済合理性を失いつつも存続し、ついには経済 (金融・通貨) 危機を招来した原因、「財閥」が構造改革によって受けた影響等を分析していく。

(主たる結論)

韓国の先進国へのキャッチアップ期にあたる 1960～70 年代に、「財閥」は経済合理性をもつものとして形成された。すなわち、先進国の経験が観察できる上に、国民経済の規模が小さく構造が単純な発展段階初期においては、政府が経済開発計画を策定し、政府要職と「財閥」オーナーの個人的関係によって、そのプロジェクトに対する信用供与の決定と監視が行われることには費用効率性が存在していた。

1980～90 年代に入ると、経済発展の達成すなわち先進国へのキャッチアップ完了とともに、政府主導の余地が狭まり、「財閥」という企業形態の経済合理性もかなりの程度失われた。同時に、資金調達が多様化につれて政府による監視の有効性も低下し、支配株主と少数株主の間の利害対立や株主と債権者の間の利害対立が顕在化、深刻化するようになった。その一方で、中核企業や財団を事実上の持株会社とする株式ピラミッド・持ち合い構造を進展させることによって、「財閥」オーナーの経営支配権は維持され続けた。そして、政府による救済 (too big to fail) を期待した過剰借入、過剰投資によって、ついには経済 (通貨・金融) 危機を招来することになった。

経済危機以後、韓国政府は政策決定にあたって、「財

閥」だけでなく、市場参加者、金融機関等の従来よりも幅広い利害関係者を考慮に入れなければならなくなった。ゆえに、韓国国民は新しい政府企業関係や企業システムのあり方に対して、自らの意向を反映させやすい状況にある。したがって、韓国企業システムの将来を規定する制度設計は、国民の意思と選択に大きく依存しており、韓国国民が改革の本質を認識することが構造問題の解決につながるといえる。

序章 韓国企業システム概論

(分析対象：企業システム)

企業システムを「企業組織の内外に複数の利害関係者を内包しつつ、活動内容やそのタイミング等を相互調整しながら生産活動を実現するシステム」とした上で、①企業組織内部における利害対立を調整するコーポレート・ガバナンス構造と、②コーポレート・ガバナンスに影響を与えうる、政府システムや金融システムなどの外部環境と企業システムの関係を、本書の分析対象とする。

(分析視角①；統治システム)

経済分析の基礎単位となるのは、「取引」である。そして、取引の内容に関する当事者間の合意を「契約」と呼ぶ。取引を完了させるためには契約の履行を確保しなければならないが、そのためのメカニズムには原理的には 2 通りのものが考えられる。第 1 のタイプは取引当事者間だけによるものであり、第 2 のタイプは国家 (司法制度) などの第三者の介入を前提とするものである。

どちらに比重を置くかによって、統治システムの基本類型として「関係型」と「ルール型」の 2 つが考えられる。第 1 のタイプのメカニズムを中心として、第 2 のタイプのメカニズムが補足的に用いられている場合が「関係型統治システム」である。逆に、第 2 のタイプのメカニズムを中心として、第 1 のタイプのメカニズムが補足的に用いられている場合が「ルール型統治システム」ということになる。前者では取引関係の継続性が重視され、後者ではルール (掟) に違反した場合のペナルティの存在が重要となる。閉鎖的な国民経済においては「関係型」のほうが契約の履行を確保するための取引コストがかからない一方で、グローバル化した開放経済では「ルール型」のほうがそのコストはかからない。

日本と韓国はともに「関係型統治システム」を採用し経済発展を実現してきたが、このことは日韓の経済

システムが同一のものだということを必ずしも意味しない。そこで、「政府企業関係」というもうひとつの側面から、同じ「関係型統治システム」に属する日韓の経済システムの相違を指摘する。

(分析視角②：政府企業関係)

「政府企業関係」は、「一元的」な政府企業関係と「多元的」なそれとの2つに大別できる。「一元的政府企業関係」は、政策（経営）意思決定の迅速性には優位であるが、著しい政策の転換もあり得るなど継続性には問題がある。対照的に、「多元的政府企業関係」は、政策（経営）意思決定の合意形成や継続性には優位でも、意思決定に時間がかかるという問題がある。

日本と韓国の大企業は、一般に「企業グループ」と「業界（産業）」の2つの集団に属している。日本の企業が政府と交渉に当たる際は、企業は「業界（産業）」を単位としてまとめ、業界団体代表が業界の利益のために実際の交渉に当たる。一方で、政府（官僚）側にも原局・原課と呼ばれる部署が産業ごとに存在していて、それが民間との交渉を担当する。いずれも意思決定に中心がないことが、その特徴である。日本の経済システムにおける「政府企業関係」は、業界と原局が産業ごとに交渉に当たり、原局が業界の利益を代弁しつつ官僚機構内部で相互調整するという点で多元的であるといえる。

一方、韓国の企業が政府と交渉に当たる際は、企業は「グループ」（すなわち「財閥」）を単位としてまとめ、「財閥」オーナーが「財閥」の利益のために実際の交渉に当たる。対する政府側も大統領（府）が交渉を担当する。いずれも意思決定に中心があることが、その特徴である。この意味で、韓国の経済システムにおける「政府企業関係」は一元的であるといえる。

以上から、日本の経済システムは「関係型統治システム・多元的政府企業関係」として特徴付けられ、韓国の経済システムは「関係型統治システム・一元的政府企業関係」として特徴付けられる。換言すれば、日本と韓国の経済システムの差異は、主として「政府企業関係」の違いに求められるといえる。

第1章 韓国企業システムの歴史的展開

第1章では、韓国企業システムの歴史的展開を外部環境との関係の変遷から概観して、次章以降で前提としている韓国経済発展の歴史的背景を把握するとともに、韓国企業システムに内在する構造問題を明らかにする。

韓国の経済システムに登場する経済主体は、①政府、②銀行（経営者・株主）、③「財閥」、④労働者、⑤市場参加者（一般投資家・外国人投資家）の五者である。しかし、銀行は長らく政府の統制下に置かれており、韓国の経済システムにおいて自律的な存在を示すことは、これまでほとんどなかった。また、労働者も1987年の民主化まで抑圧された存在であったし、市場参加者が存在感を示すのは、経済危機後の構造改革の一環として各種規制が緩和された後のことである。すなわち、1990年代に至るまで、韓国の経済システムは政府と「財閥」を中心に形成されていたといえる。つまり、この二者における関係（政府企業関係）が、経済システムの理解に決定的に重要である。

1960～70年代の政府企業関係は、以下のとおり評価できる。朴正熙大統領は軍事独裁かつ終身制であったことから、長期政権による繰り返シゲームが合理的に予想された。他方、各企業ともその規模は小さく、創業者期であったため、政府（大統領）の意向の変化による企業の代替可能性は高く、新規参入圧力による緊張もあった。さらに、利潤追求（profit-seeking）と利権追求（rent-seeking）が利益・輸出といった客観的な指標に連動したことによって、「財閥」は各種特恵を享受しつつも、過度に利権追求に傾くことはなかった。

1980年代～1990年代前半の政府企業関係は、以下のとおり評価できる。全斗煥大統領から金泳三大統領までの政権は、民主化の定着から、短期政権による1回限りのゲームとしての性格が強まった。他方、各「財閥」とも経済発展とともにその規模が大きくなったこと、重化学工業化によって資金調達面での新規参入障壁が高くなったこと、オーナーの世代交代が進行して新たに政府（大統領）と関係を構築することが困難になったことを背景に、企業の代替可能性は低下し、新規参入圧力による緊張は緩和した。また、経済開発の軸とすべき育成（ターゲット）産業の探索が困難となったため、企業に対する補助金も客観的な基準を失い、とくに中小「財閥」は利権追求（rent-seeking）に傾くことになる。

1990年代後半～2000年代前半の政府企業関係は、以下のとおり評価できる。経済危機後の環境変化として最も大きなものの1つとして、これまで受動的な立場に置かれていた国民が、市場（参加者）として登場したことが挙げられる。例えば、前回の大統領選挙において、国民が（インターネットを通じて）一致団結

して、盧武鉉政権を誕生させた。経済発展の達成および民主化の実現を経て、韓国政府の性格は大きく変化しており、その影響から、韓国の企業システムを取り巻く外部環境としての政府企業関係も、大きな転換点を迎えている。

1997年の経済危機を経て、政府は「財閥」依存という韓国経済が抱える構造問題の解決に取り組んでいる。その1つが危機発生の主要因とされる「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造改革であり、もう1つが「財閥」に対抗しうる勢力としてのベンチャー企業振興である。以下、第2章から第4章までは、前者について制度・理論・実証の各側面から分析し、第5章では後者について理論分析することにする。

第2章 韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造

第2章では、韓国「財閥」の特徴の1つである「ファミリービジネス」に焦点を当て、ファミリービジネスである「財閥」がいかに政府と関係を構築し、企業グループの成長拡大を実現したかを分析する。まず、準備として資金調達と企業統治に関する簡単な理論的整理をした上で、韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造の特徴を分析し、その構造が環境変化に伴って有効に機能しなくなっているにもかかわらず、持続する傾向があることを示す。

韓国の先進国へのキャッチアップ期にあたる1960～70年代に、韓国「財閥」は経済合理性をもつものとして形成された。すなわち、先進国の経験が観察できる上に、国民経済の規模が小さく構造が単純な発展段階初期においては、政府が経済開発計画を策定し、政府要職と「財閥」オーナーの個人的関係によって、そのプロジェクトに対する信用供与の決定と監視が行われることには費用効率性が存在していた。

こうした韓国「財閥」の財務構造上の特徴は、銀行借入（間接金融）中心の外部資金への著しく高い依存度にある。政府系金融機関や国有化された市中銀行からの政策金融による資金調達によって、「財閥」オーナーは、限られた出資にもかかわらず支配権を維持することができ、株主と経営者との利害対立は存在しなかった。また、政府が主たる債権者となったことで、株主と債権者との利害対立の問題も抑制された。

しかし、1980～90年代に入ると、経済発展の達成すなわち先進国へのキャッチアップ完了とともに、政府主導の余地が狭まり、「財閥」という企業形態の経済合理性もかなりの程度失われていく。同時に、資金調

達の多様化につれて政府による監視の有効性も低下し、支配株主と少数株主の間の利害対立や株主と債権者の間の利害対立が顕在化、深刻化するようになった。その一方で、中核企業や財団を事実上の持株会社とする株式ピラミッド・持ち合い構造を進展させることによって、「財閥」オーナーの経営支配権は維持され続けた。

特定の組織が存在意義を失い、社会的には転換あるいは消滅することが望ましくなったとしても、そうした組織再編成を従来の組織の担い手自らが行うことは、当事者の誘因を考えると実現困難であることが多い。韓国においても、「財閥」オーナーや政府の個別合理性の観点からは、改革の当事者である主体に改革の誘因は乏しく、それゆえ非効率化したシステムが継続される可能性には高いものがあつた。

第3章 韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性

第3章では、韓国「財閥」のもう1つの特徴である「コングロマリット」に焦点を当て、グループ企業間で実現する企業金融およびコーポレート・ガバナンス構造について分析を行う。そして、韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造が環境変化に伴って有効に機能しなくなっているにもかかわらず、持続する傾向があるという第2章の主張を、理論モデルを用いて再確認する。

韓国「財閥」には、通常、オーナーが存在する。オーナー個人の持分はグループ全体でも数%に過ぎないが、株式ピラミッド構造や持ち合い構造の構築を通じて、グループ企業間では40%弱の持分を内部保有している。このため、オーナーによるグループ全体の支配が可能となり、内部資本市場と呼ばれるグループ企業間での資金融通が行われていた。

蓄積の乏しい経済発展途上段階では、資本制約の問題から資本市場を形成することは困難で、資金の調達を実現するためには、「財閥」の形成による内部資本市場の採用というほかに選択の余地はなかった。同時にまた、円滑なファイナンスの実現は社会的厚生を増加させる効果も大きく、内部資本市場の採用は社会的にも望ましい結果をもたらした。

しかし、経済発展が達成されるにつれて、有望な新規事業が相対的に減少すれば、資本制約の問題も解消され、資本市場の採用が社会的に望ましくなる。内部資本市場では私的便益に左右されがちなのに対して、資本市場では金利機能を媒介として相対的に効率的な資源の配分が可能になるからである。この段階では、「財

関」を中核とする内部資本市場は社会的には非効率となる面を持つが、一度形成され現に存在する以上、その分割は意思決定者の誘因と一致しなければ実現されない。

内部資本市場の非効率性を克服するための構造改革は、少ない持分で実効支配を可能とする株式ピラミッド構造や株式持ち合い構造を解消すること、かつ改革担当者（意思決定者）の誘因適合性に配慮して政策を推進することが重要となる。だが、1997年の経済危機後の「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造改革は、その方向性は概ね正しいものの、誘因適合性への配慮に欠けるとの印象を受ける。

第4章 韓国「財閥」の所有構造と経営パフォーマンス

第4章では、第2章、第3章で分析した韓国「財閥」の所有・支配構造上の特徴を実証面から確認する。具体的には、株式持ち合い構造におけるオーナーの究極的所有権を計算した上で、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題に対処した実証分析を行った。

「株式を公開（上場）している」オーナー企業（ファミリービジネス）におけるコーポレート・ガバナンス上の問題点は、「支配株主（オーナー経営者）と少数株主の利害対立」である。すなわち支配株主（オーナー経営者）は、優先株の発行や株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造の構築を通じて、「所有権と支配権の配分比率を乖離させる」ことができ、この乖離を通じて支配株主（オーナー経営者）は少数株主を搾取する可能性がある。

こうした観点から Joh[2003] は、韓国企業を対象として、所有構造を説明変数として経営パフォーマンスを回帰分析し、「所有集中度の低い企業、および所有権と支配権の乖離が大きい企業は収益性が低い」ことを示している。しかし Joh[2003] は、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題には対処していない。

他方 Chang[2003] は、所有構造と経営パフォーマンスの間には相互依存関係が認められるため、このケースでの OLS による分析には問題があると指摘し、2SLS による回帰で、（経営パフォーマンスが所有構造を説明する）逆の因果関係を示している。しかしながら、Chang[2003] は所有構造のデータに名目値を採用し、株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造を考慮して求められるオーナーの究極的所有権を計算していないため、韓国「財閥」の特徴に配慮した分析とはなっていない。

上記 Joh[2003] および Chang[2003] といった先行研究の問題点を補完する意味から、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題に対処して、実証分析を行った結果、所有構造と経営パフォーマンスの関係は、経営パフォーマンスが所有構造に影響を与えるのであって、その逆ではないことが明らかになった。

上記の実証結果は、「財閥」オーナーはコングロマリット経営の誘因に企業収益を重視していることを示唆している。ゆえに、「財閥」オーナーが持っている経済合理性を伸ばす方向で、経営パフォーマンスの悪い企業をグループから切り離すことを促すような制度を導入することが、韓国「財閥」の所有と経営の分離を進める政策として現実的で、かつ望ましいといえよう。第5章 韓国のベンチャー振興政策——リアル・オプションによる分析——

「財閥」依存のシステムからの脱皮を目指した韓国政府は、IT ベンチャーなど 1990 年代のアメリカにおける成功例を新たな成長モデルと認識し、企業部門のうちひとつの構造改革として、「財閥」に対抗しうる勢力としてのベンチャー企業の振興に積極的に取り組むようになった。そこで第5章では、まず韓国政府によるベンチャー振興政策を整理した上で、ベンチャー振興政策についてリアル・オプションを用いたモデル分析を行い、これを評価する。

韓国では、ベンチャー企業とは「『ベンチャー企業育成に関する特別措置法』（1997年10月施行）で定められた4種の基準のうち1つを満たす中小企業で、政府から確認・指定されたもの」を意味する。これらの基準によって「ベンチャー企業」として政府から指定を受けた企業は、種々の特典を享受することができる。

一方、モデル分析では、ベンチャー振興政策が正当化されるためには、支援すべきプロジェクトと、支援すべきでないプロジェクトとを峻別することが重要になる。前者は「成功確率が高いが、初期投資費用が高いために投資が行われぬ」プロジェクトであり、後者は「初期投資費用は安い、成功確率が低いために投資が控えられている」プロジェクトである。

しかし現状では、韓国におけるベンチャー企業とは、民間が発掘するものというより、政府が指定する支援育成対象というべきものであり、ベンチャー振興政策も特定産業を支援する産業政策の側面が色濃く残されている。そのため、韓国のベンチャー振興政策は、プロジェクトの峻別という政策成否の最重要ポイントで、

大きな問題点を抱えているといえる。

終章 韓国企業システムの将来

終章では、本書のまとめとして、これまでの各章の議論を整理した上で、韓国の企業システムおよび政府企業関係の将来展望を行って、結語に代える。

経済発展の達成および民主化の実現を経て、韓国政府の性格は大きく変化しており、その影響から、韓国の企業システムを取り巻く外部環境としての政府企業関係も、大きな転換点を迎えている。韓国の政府企業関係は大統領（府）と「財閥」オーナーの間で一元的に成立しているために、この一元的関係さえ断ち切れれば、従来型の政府企業関係から脱出できる可能性はあると考えられる。

経済危機以後の構造改革によって、規制は大幅に緩和され、銀行も自律性を確保しようとしている。また、資産市場における市場参加者は、コーポレート・ガバナンスに影響を持ち始めている。さらに、1987年の民主化達成以来、大統領直接選挙が定着し、韓国政府は政策決定に国民を意識せざるを得なくなっている。そのため政府は政策決定にあたって、「財閥」だけではなく、市場参加者、金融機関等の従来よりも幅広い利害関係者を考慮に入れなければならない状況にある。

ゆえに、韓国国民は新しい政府企業関係や企業システムのあり方に対して、自らの意向を反映させやすい状況にある。したがって、韓国企業システムの将来を規定する制度設計は、国民の意思と選択に大きく依存しており、韓国国民が改革の本質を認識することが構造問題の解決につながるという。

論文審査の要旨

本論文の目的は、「財閥」を中心とする韓国の企業システムを、主としてコーポレート・ガバナンスの側面から考察することにある。具体的には、韓国の「財閥」が経済発展過程で経済合理性をもって形成された歴史的要因、「財閥」が経済合理性を失いつつも存続し、ついには経済危機を招来した原因、「財閥」が構造改革によって受けた影響等を分析する。

序章 韓国企業システム概論

企業システムを「企業組織の内外に複数の利害関係者を内包しつつ、活動内容やそのタイミング等を相互調整しながら生産活動を実現するシステム」とし、①企業組織内部における利害対立を調整するコーポレー

ト・ガバナンス構造と、②コーポレート・ガバナンスに影響を与えうる、政府システムや金融システムなどの外部環境と企業システムの関係が、本論文の分析対象である。

「政府と企業関係」は、「一元的」な政府企業関係と「多元的」な政府企業関係の2つに大別できる。「一元的政府企業関係」は、政策（経営）意思決定の迅速性には優位であるが、著しい政策の転換もあり得るなど継続性には問題がある。対照的に、「多元的政府企業関係」は、政策（経営）意思決定の合意形成や継続性には優位でも、意思決定に時間がかかるという問題がある。

日本や韓国の大企業は、一般に「企業グループ」と「業界（産業）」の2つの集団に属している。日本の企業が政府と交渉に当たる際は、企業は「業界（産業）」を単位としてまとめ、業界団体代表が業界の利益のために実際の交渉に当たる。一方で、政府（官僚）側にも原局・原課と呼ばれる部署が産業ごとに存在していて、それが民間との交渉を担当する。いずれも意思決定に中心がないことが、その特徴である。日本の経済システムにおける「政府企業関係」は、業界と原局が産業ごとに交渉に当たり、原局が業界の利益を代弁しつつ官僚機構内部で相互調整するという点で多元的であるといえる。

一方、韓国の企業が政府と交渉に当たる際は、企業は「グループ」（すなわち「財閥」）を単位としてまとめ、「財閥」オーナーが「財閥」の利益のために実際の交渉に当たる。対する政府側も大統領（府）が交渉を担当する。いずれも意思決定に中心があることが、その特徴である。この意味で、韓国の経済システムにおける「政府企業関係」は一元的であるといえる。

以上から、日本の経済システムは「関係型統治システム・多元的政府企業関係」として特徴付けられ、韓国の経済システムは「関係型統治システム・一元的政府企業関係」として特徴付けられる。換言すれば、日本と韓国の経済システムの差異は、主として「政府企業関係」の違いに求められるといえる。

第1章 韓国企業システムの歴史的展開

第1章では、韓国企業システムの歴史的展開を外部的環境との関係の変遷から概観して、第2章以降で前提としている韓国経済発展の歴史的背景を把握するとともに、韓国企業システムに内在する構造問題を明らかにする。

韓国の経済システムにおける経済主体は、①政府、

②銀行（経営者・株主）、③「財閥」、④労働者、⑤市場参加者（一般投資家・外国人投資家）の五者である。しかし、銀行は長らく政府の統制下に置かれており、韓国の経済システムにおいて自律的な存在を示すことは、これまでほとんどなかった。また、労働者も1987年の民主化まで抑圧された存在であり、市場参加者が存在感を示すのは、経済危機後の構造改革の一環として各種規制が緩和された後のことである。すなわち、1990年代に至るまで、韓国の経済システムは、政府と「財閥」を中心に形成されていたといえる。つまり、この二者における関係（政府企業関係）が、経済システムの理解に決定的に重要である。

1960～70年代の政府企業関係は、朴正熙大統領が軍事独裁かつ終身制であったことから、長期政権による繰り返しゲームが合理的に予想された。他方、各企業ともその規模は小さく、創業者期であったため、政府（大統領）の意向の変化による企業の代替可能性は高く、新規参入圧力による緊張感もあった。さらに、利潤追求（profit-seeking）と利権追求（rent-seeking）が利益・輸出増大といった連関性があったため、「財閥」は各種特惠を享受しつつも、過度に利権追求に傾くことはなかった。

1980年代～1990年代前半の政府企業関係は、以下のように評価できる。全斗煥大統領から金泳三大統領までの政権は、民主化の定着から、短期政権による1回限りのゲームとしての性格が強まった。他方、各「財閥」とも経済発展とともにその規模が大きくなったこと、重化学工業化によって資金調達面での新規参入障壁が高くなったこと、オーナーの世代交代が進行して新たに政府（大統領）と関係を構築することが困難になったことを背景に、企業の代替可能性は低下し、新規参入圧力による緊張は緩和した。また、経済開発の軸とすべき育成（ターゲット）産業の探索が困難となったため、企業に対する補助金も客観的な基準を失い、とくに中小「財閥」は利権追求（rent-seeking）に傾くことになる。

1990年代後半～2000年代前半の政府企業関係は、以下のとおり評価できる。経済危機後の環境変化として最も大きなものの1つとして、これまで受動的な立場に置かれていた国民が、市場（参加者）として登場したことが挙げられる。例えば、前回の大統領選挙において、国民が（インターネットを通じて）一致団結して、盧武鉉政権を誕生させた。経済発展の達成およ

び民主化の実現を経て、韓国政府の性格は大きく変化しており、その影響から、韓国の企業システムを取り巻く外部環境としての政府企業関係も、大きな転換点を迎えている。

1997年の経済危機を経て、政府は「財閥」依存という韓国経済が抱える構造問題の解決に取り組んでいる。その1つが危機発生の主要因とされる「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造改革であり、もう1つが「財閥」に対抗しうる勢力としてのベンチャー企業振興である。以下、第2章から第4章までは、前者について制度・理論・実証の各側面から分析し、第5章では後者についての理論分析がなされる。

第2章 韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造

第2章では、韓国「財閥」の特徴の1つである「ファミリービジネス」に焦点を当て、ファミリービジネスである「財閥」がいかに政府と関係を構築し、企業グループの成長拡大を実現したかを分析する。まず、準備として資金調達と企業統治に関する簡単な理論的整理をした上で、韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造の特徴を分析し、その構造が環境変化に伴って有効に機能しなくなっているにもかかわらず、持続する傾向があることを示す。

韓国「財閥」の財務構造上の特徴は、銀行借入（間接金融）中心の外部資金への著しく高い依存度にある。政府系金融機関や国有化された市中銀行からの政策金融による資金調達によって、「財閥」オーナーは、限られた出資にもかかわらず支配権を維持することができ、株主と経営者との利害対立は存在しなかった。また、政府が主たる債権者となったことで、株主と債権者との利害対立の問題も抑制された。

しかし、経済発展の達成すなわち先進国へのキャッチアップ完了とともに、政府主導の余地が狭まり、「財閥」という企業形態の経済合理性もかなりの程度失われていく。同時に、資金調達の多様化につれて政府による監視の有効性も低下し、支配株主と少数株主の間の利害対立や株主と債権者の間の利害対立が顕在化、深刻化するようになった。その一方で、中核企業や財団を事実上の持株会社とする株式ピラミッド・持ち合い構造を発展させることによって、「財閥」オーナーの経営支配権は維持され続けた。

特定の組織が存在意義を失い、社会的には転換あるいは消滅することが望ましくなったとしても、そうした組織再編成を従来の組織の担い手自らが行うことは、

当事者の誘因を考えると実現困難であることが多い。韓国においても、「財閥」オーナーや政府の個別合理性の観点からは、改革の当事者である主体に改革の誘因は乏しく、それゆえ非効率化したシステムが継続される可能性には高いものがあつた。

第3章 韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性

第3章では、韓国「財閥」のもう1つの特徴である「コングロマリット」に焦点を当て、グループ企業間で実現する企業金融およびコーポレート・ガバナンス構造について分析を行う。そして、韓国「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造が環境変化に伴って有効に機能しなくなっているにもかかわらず、持続する傾向があるという第2章の主張を、理論モデルを用いて再確認する。

韓国「財閥」には、通常、オーナーが存在する。オーナー個人の持分はグループ全体でも数%に過ぎないが、株式ピラミッド構造や持ち合い構造の構築を通じて、グループ企業間では40%弱の持分を内部保有している。このため、オーナーによるグループ全体の支配が可能となり、内部資本市場と呼ばれるグループ企業間での資金融通が行われていた。

資本蓄積の乏しい経済発展途上段階では、資本制約の問題から資本市場を形成することは困難で、資金の調達を実現するためには、「財閥」の形成による内部資本市場の採用というほかに選択の余地はなかった。

しかし、経済発展が達成されるにつれて、有望な新規事業が相対的に減少すれば、資本制約の問題も解消され、資本市場の採用が社会的に望ましくなる。内部資本市場では私的便益に左右されがちなのに対して、資本市場では金利機能を媒介として相対的に効率的な資源の配分が可能になるからである。この段階では、「財閥」を中核とする内部資本市場は社会的には非効率となる面を持つが、一度形成され現に存在する以上、その分割は意思決定者の誘因と一致しなければ実現されない。

内部資本市場の非効率性を克服するための構造改革は、少ない持分で実効支配を可能とする株式ピラミッド構造や株式持ち合い構造を解消すること、かつ改革担当者（意思決定者）の誘因適合性に配慮して政策を推進することが重要となる。だが、1997年の経済危機以後の「財閥」のコーポレート・ガバナンス構造改革は、その方向性は概ね正しいものの、誘因適合性への配慮に欠けることの影響を受ける。

第4章 韓国「財閥」の所有構造と経営パフォーマンス

第4章では、第2章、第3章で分析した韓国「財閥」の所有・支配構造上の特徴を実証面から確認する。具体的には、株式持ち合い構造におけるオーナーの究極的所有権を計算した上で、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題に対処した実証分析を行っている。

「株式を公開（上場）している」オーナー企業（ファミリービジネス）におけるコーポレート・ガバナンス上の問題点は、「支配株主（オーナー経営者）と少数株主の利害対立」である。すなわち支配株主（オーナー経営者）は、優先株の発行や株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造の構築を通じて、「所有権と支配権の配分比率を乖離させる」ことができ、この乖離を通じて支配株主（オーナー経営者）は少数株主を搾取する可能性がある。

こうした観点からJoh[2003]は、韓国企業を対象として、所有構造を説明変数として経営パフォーマンスを回帰分析し、「所有集中度の低い企業、および所有権と支配権の乖離が大きい企業は収益性が低い」ことを示している。しかしJoh[2003]は、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題には対処していない。

他方Chang[2003]は、所有構造と経営パフォーマンスの間には相互依存関係が認められるため、このケースでのOLSによる分析には問題があると指摘し、2SLSによる回帰で、（経営パフォーマンスが所有構造を説明する）逆の因果関係を示している。しかしながら、Chang[2003]は所有構造のデータに名目値を採用し、株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造を考慮して求められるオーナーの究極的所有権を計算していないため、韓国「財閥」の特徴に配慮した分析とはなっていない。

上記Joh[2003]およびChang[2003]といった先行研究の問題点を補完する意味から、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題に対処して、実証分析を行った結果、所有構造と経営パフォーマンスの関係は、経営パフォーマンスが所有構造に影響を与えるのであって、その逆ではないことが明らかになった。

上記の実証結果は、「財閥」オーナーはコングロマリット経営の誘因に企業収益を重視していることを示唆している。ゆえに、「財閥」オーナーが持っている経済合理性を伸ばす方向で、経営パフォーマンスの悪い企業をグループから切り離すことを促すような制度を導入することが、韓国「財閥」の所有と経営の分離を

進める政策として現実的で、かつ望ましいといえよう。
第5章 韓国のベンチャー振興政策—リアル・オプションによる分析—

「財閥」依存のシステムからの脱皮を目指した韓国政府は、ITベンチャーなど1990年代のアメリカにおける成功例を新たな成長モデルと認識し、企業部門のもうひとつの構造改革として、「財閥」に対抗しうる勢力としてのベンチャー企業の振興に積極的に取り組むようになった。そこで第5章では、まず韓国政府によるベンチャー振興政策を整理した上で、ベンチャー振興政策についてリアル・オプションを用いたモデル分析を行い、これを評価する。

韓国では、ベンチャー企業とは「『ベンチャー企業育成に関する特別措置法』（1997年10月施行）で定められた4種の基準のうち1つを満たす中小企業で、政府から確認・指定されたもの」を意味する。これらの基準によって「ベンチャー企業」として政府から指定を受けた企業は、種々の特典を享受することができる。

しかし現状では、韓国におけるベンチャー企業とは、民間が発掘するものというより、政府が指定する支援育成対象というべきものであり、ベンチャー振興政策も特定産業を支援する産業政策の側面が色濃く残されている。そのため、韓国のベンチャー振興政策は、プロジェクトの峻別という政策成否の最重要ポイントで、大きな問題点を抱えているといえる。

終章 韓国企業システムの将来

経済発展の達成および民主化の実現を経て、韓国政府の性格は大きく変化しており、その影響から、韓国の企業システムを取り巻く外部環境としての政府企業関係も、大きな転換点を迎えている。韓国の政府企業関係は大統領（府）と「財閥」オーナーの間で一元的に成立しているために、この一元的関係さえ断ち切れれば、従来型の政府企業関係から脱出できる可能性はあると考えられる。

経済危機以後の構造改革によって、規制は大幅に緩和され、銀行も自律性を確保しようとしている。また、資産市場における市場参加者は、コーポレート・ガバナンスに影響を持ち始めている。さらに、1987年の民主化達成以来、大統領直接選挙が定着し、韓国政府は政策決定に国民を意識せざるを得なくなっている。そのため政府は政策決定にあたって、「財閥」だけではなく、市場参加者、金融機関等の従来よりも幅広い利害関係者を考慮に入れなければならない状況にある。

以上のように韓国の財閥に関する理論的・実証的な地道な研究は、高く評価できる。また、共著・単独論文として、本論文の一部は、すでに発表されており、審査委員会は全員一致で当論文が博士学位付与にふさわしい研究であると評価する。ただし、今後は、計量分析の精緻化や、韓国ばかりでなく幅広くアジアに関する研究へと発展させ、研究の幅を広げていくことが望まれる。

論文審査担当者

主査 吉野直行（慶應義塾大学教授（経済学部）
Ph.D.）

副査 大山道廣（慶應義塾大学名誉教授
Ph.D.）

副査 池尾和人（慶應義塾大学教授（経済学部）
経済学博士）

学力確認担当者

清水雅彦（慶應義塾大学教授（経済学部）

前多康男（慶應義塾大学教授（経済学部）
Ph.D.）